

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL E O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL
NO PERÍODO 2004/2007: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO-DESCRITIVO**

José Machado Barbosa Neto

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2008

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

JOSÉ MACHADO BARBOSA NETO

**O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL E O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL
NO PERÍODO 2004/2007: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO-DESCRITIVO**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2008

Dissertação defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Barbosa Neto, José Machado

O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo / José Machado Barbosa Neto. -- São Paulo, 2008.

98 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2009
Bibliografia.

1. Mercado de capitais 2. Ações 3. Capital (Economia) I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 332.041

**À minha mãe, pela presença de sempre,
e aos meus filhos, pela razão de tudo.**

Agradecimentos

Em um percurso de quase três anos, são muitas as pessoas a quem devo agradecimentos. Pessoas que, direta ou indiretamente, algumas mesmo sem sabê-lo, ajudaram na concretização deste trabalho.

Inicialmente, quero agradecer àqueles que são os pilares da minha vida: minha mãe, D. Cida, pelo exemplo e força de sempre, e meus filhos, Isabele e Rodrigo, pela alegria, companheirismo e amor, e por tornarem minha existência mais completa.

À minha família, meus irmãos Rosa Paula (Cuca), Rubens (Bui) e Juliane (Jú), meu pai Rubens (*in memoriam*), meu sobrinho Aristides (Netinho), minha tia Neyde (minha segunda mãe) e meu cunhado Luis Paulo (Lula). Mesmo à distância, a presença de todos é constante e fundamental.

Ainda na família, agradeço minha sobrinha Tatiana (Tati), que tem que agüentar o vigiar constante do tio.

Na esfera acadêmica, agradeço meu orientador, Prof. Dr. Iran Siqueira Lima, pelo exemplo de conduta e pelo apoio constante ao longo desse período. Seu suporte foi fundamental para a conclusão deste trabalho.

Agradeço também aos demais professores da FEA, com os quais tive a oportunidade e o privilégio de conviver. Cada um, à sua maneira, deixou um tipo de ensinamento.

Aos colegas de curso, com os quais compartilhei as dificuldades dessa etapa de vida. Menção especial ao Daniel e ao Mizu.

Aos funcionários da USP, nas suas diversas áreas, em especial à Cristina e ao Rodolfo, pelo apoio constante.

Alguns amigos que, nas horas de necessidade, estão sempre presentes, também merecem agradecimentos: Acrisio Leite, Estevão Alexandre, Luciana Takahashi, Zilda Mendes e Dorothy. A eles agradeço o apoio em momentos de grande dificuldade.

Agradeço também à Neiva, com quem compartilhei bons momentos, pelo apoio nessa travessia.

E, por fim, ao Criador, por todas as bênçãos com as quais me privilegiou. Espero poder retribuir à vida tudo o que me foi dado.

“Pois muitos outros queremos um Brasil para os que hoje não recebem os meios de uma vida humanamente justa. Essa história de futuro tem 500 anos de Brasil. E nem por um só dos seus invocadores foi mais do que uma fuga às suas responsabilidades.”

Jânio de Freitas

RESUMO

O Sistema Financeiro de um país tem como uma de suas funções principais a de permitir a eficiência alocativa de recursos da sociedade, ou seja, viabilizar a transferência de recursos entre agentes superavitários e agentes deficitários, de maneira que os benefícios sejam adequadamente distribuídos, incentivando tanto a poupança quanto o investimento produtivo. O Mercado de Capitais, por sua vez, como um dos segmentos do sistema financeiro, atua na intermediação financeira de médio e longo prazo, disponibilizando recursos para investimentos com prazos de maturação mais longos, assumindo um relevante papel no desenvolvimento econômico. No Brasil, o mercado de capitais se especializou, historicamente, no repasse de recursos de dívida (debt). No entanto, nos últimos 4 anos, especificamente a partir de 2004, um segmento do mercado de capitais aflorou novamente: o de recursos de capital (equity). De fato, o volume de aberturas de capital via emissão pública de ações (initial public offer – IPO) cresceu mais de 600% entre 2004 e 2007, saltando de um volume de R\$ 9,2 bilhões naquele ano para cerca de R\$ 67,3 bilhões em 2007. Para que se torne uma alternativa de financiamento permanente às empresas brasileiras, objetivo historicamente sempre perseguido pelas autoridades econômicas, é fundamental que os benefícios decorrentes do funcionamento desse mercado estejam sendo adequadamente distribuídos entre tomadores e doadores de recursos. Nessa lógica, o presente estudo possui dois objetivos específicos: (i) traçar um quadro geral do processo de abertura de capital via oferta pública de ações ocorrido no período 2004/2007 e (ii) verificar se os benefícios de tal processo estão sendo adequadamente distribuídos entre vendedores e compradores desses papéis. Para tanto, numa abordagem exploratório-descritiva, o trabalho foi estruturado em duas linhas: (i) análise comparada do atual ciclo de emissão de ações com os ciclos anteriores de abertura de capital, e (ii) análise dos retornos gerados por essas ações após sua emissão, a curto e longo prazo, analisando seus efeitos e conseqüências para vendedores e compradores, bem como para a sociedade em geral. Pela análise comparada com os ciclos anteriores, verificou-se a repetição do mesmo conjunto de características, com destaque para os indícios de especulação financeira. Na análise dos retornos dessas ações, verificou-se a ocorrência do *underpricing* no primeiro dia, enquanto que, no médio e longo prazo, observou-se a ocorrência de *overpricing*. Já quando comparadas com o retorno do Ibovespa, essas ações apresentaram retornos inferiores, enquanto o esperado seria um retorno superior, em função do risco mais elevado das novas ações. Em termos de retornos nominais, essas novas ações apresentaram retornos positivos enquanto o mercado estava em um ciclo de alta (20.05.08, pico de Ibovespa), e forte retorno negativo quando o mercado mudou para um período de queda (data-base 31.10.08). Por fim, foram apurados, mediante consulta aos prospectos de emissão, os valores patrimoniais das novas ações antes da emissão, identificando-se um conjunto de preços bem inferiores aos respectivos preços de lançamento. Tal realidade indica que as empresas e sócios que fizeram a venda desses papéis via oferta pública inicial obtiveram preços bastante elevados, que dificilmente obteriam em negociações privadas de ativos. Nessa lógica, a questão do *underpricing* perde consistência, cuja perda seria compensada pelo ganho com a abertura de capital. Esse conjunto de análises aponta que o atual ciclo vem trazendo ótimos retornos para os vendedores (empresas e sócios), mas retornos negativos aos compradores (investidores), com o que não estaria sendo benéfico para a sociedade como um todo.

ABSTRACT

The Financial System of a country has as one of its main features that of allowing the efficient allocation of resources of the society, that is, promote the transfer of resources between superavitary and deficitary agents, so that the benefits can be suitably distributed, fostering both savings and the productive investment. The Capital Market, on its side, as one of the segments of the financial system, acts in the financial intermediation of medium and long term, making resources available for investments with longer maturity terms, taking over a relevant role in the economic development. In Brazil, the capital markets historically specialized in the transfer of debt resources (debt). However, during the last 4 years, specifically as of 2004, a segment of the capital market has once again come up: that of capital resources (equity). Actually, the volume of the capital openings through public issue of shares (initial public offer - IPO) grew more than 600% between 2004 and 2007, jumping from a volume of R\$ 9.2 billion during such year to around R\$ 67.3 billion in 2007. In order to remain a permanent finance alternative for the Brazilian companies, the object which has been historically pursued by the economic authorities, it is essential that the benefits originated from the operation of such market are suitably distributed among receivers and donors of resources. Within this logic, the present study has two specific purposes: (i) trace a general picture of the capital opening process by public offer of shares occurred during the period 2004/2007 and (ii) check whether the benefits of such process are being suitably distributed among sellers and buyers of such papers. For such purpose, in a descriptive-exploratory view, the work was structured in two lines: (i) comparative analysis of the current cycle of issue of shares with the previous cycles of capital opening, and (ii) analysis of returns generated by such shares after their issue, at short and long term, analyzing their effects and consequences for sellers and buyers, as well as for the general society. From the compared analysis with the previous cycles, we found the repetition of the same set of characteristics, with emphasis for the indications of financial speculation. From the analysis of the returns of such shares, we found the occurrence of underpricing on the first day, whilst at the medium and long range, overpricing was determined. When compared with the Ibovespa return, such shares showed inferior returns, whilst the expected would be a higher return, as a consequence of the higher risk of the new shares. In terms of nominal returns, such new shares showed positive returns whilst the market was in a height cycle (05.20.08, Ibovespa peak), and strong negative return when the market changed to a drop period (base date 10.31.08). Finally, there were determined, by means of consultation of the issue prospectus, the book values of the new shares prior to issue, identifying a set of prices quite lower than the corresponding launching prices. Such reality indicates that the companies and partners performing the sale of such papers through initial public offer obtained quite high prices, which would seldom be obtained in private negotiations of assets. Under such logic, the issue of underpricing loses consistency, which loss would be offset by the gains due to the open capital. This set of analysis points out that the current cycle has been producing excellent returns to the sellers (companies and partners) but negative returns to the buyers (investors), reason why it would not be beneficial to the society as a whole.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	2
LISTA DE TABELAS.....	3
1 INTRODUÇÃO	4
1.1 Apresentação	4
1.2 Contextualização da Pesquisa.....	6
1.3 Formulação da Situação-Problema	6
1.4 Objetivos da Pesquisa: Geral e Específico.....	7
1.5 Justificativa e Relevância da Pesquisa	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	10
2.1 O mercado de capitais e sua importância.....	10
2.2 Mercado de ações e abertura de capital.....	13
2.2.1 As normas brasileiras para emissões de ações e sua precificação.....	13
2.3 Precificação de ações e <i>valuation</i>	15
2.3.1 A teoria contábil e a avaliação de valor.....	16
2.3.2 A informação contábil e o mercado de capitais	18
2.3.3 Os modelos de precificação de ações	19
2.4 Estudos sobre IPOs	22
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	25
4 OS CICLOS ANTERIORES DE ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL	30
4.1 O Ciclo 1968/1971	31
4.2 O ciclo 1889/91.....	37
5 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUALITATIVA	38
6 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUANTITATIVA	44
6.1 Comportamento dos retornos	44
6.2 Retorno Nominal das Ações	48
6.3 Valor de Emissão e Valor Patrimonial.....	52
7 CONCLUSÕES FINAIS E CONSIDERAÇÕES	60
REFERÊNCIAS	64

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

